



JUNO
Selection Fund

Verslag over het eerste kwartaal

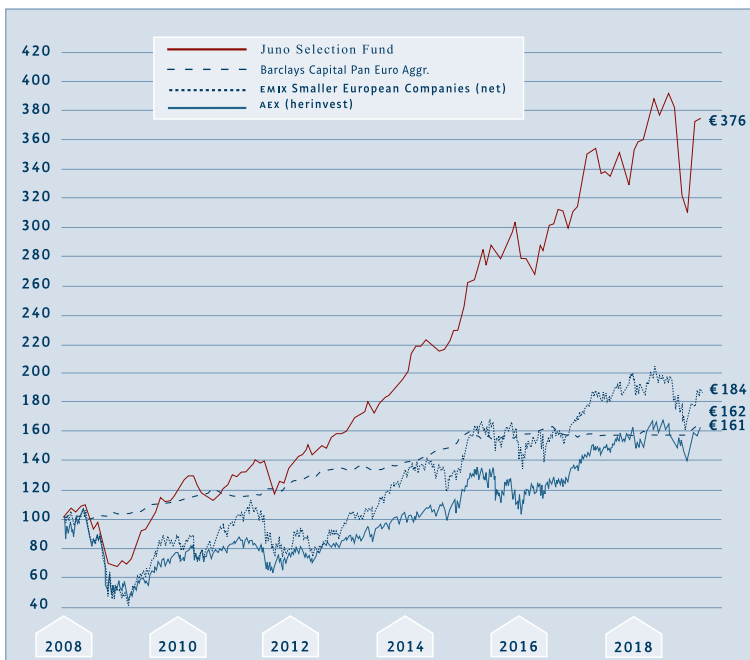
Verslag over het eerste kwartaal 2019

Verslag over het eerste kwartaal 2019

Rendement Juno Selection Fund

Het eerste kwartaal, dat eindigde op 31 maart, hebben we afgesloten met een koers van **€ 376,18** per participatie. Dat is een stijging van 22,0% gedurende de eerste drie maanden van het jaar.

Het rendement gedurende het eerste kwartaal was opnieuw duidelijk hoger dan elders in Europa kon worden behaald met een investering in een index. De EMIX Smaller Companies Index steeg met 12,5%, terwijl de Nederlandse AEX-index steeg met 13%. De obligatiemarkt steeg licht met 3,3% dit jaar.



Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Onze eerste aankoop van aandelen in het Duitse **Cewe**, in november 2009, was ingegeven door het kantelpunt waarbij de teruggang in de ontwikkeling van analoge foto's gecompenseerd werd door de sterke opkomst van digitale foto-ontwikkeling, en daaraan gerelateerde fotoboeken. Onze verwachting destijds was dat Cewe marktleider in Europa zou worden. De hoge marge op fotoboeken zou aanzienlijke vrije kasstromen en een voorspelbare hoge winstgroei voor het concern brengen. En zo gebeurde het. De nettowinst liep op van 7 miljoen Euro in 2009, naar 36,3 miljoen Euro in 2018. Dat vertegenwoordigt een jaarlijkse winstgroei van 20% gedurende de periode dat wij aandeelhouder zijn. De koers is in die periode opgelopen met 14,9% per jaar en daar bovenop ontvingen we jaarlijks ook nog een dividendrendement van 2 tot 3%.

Eerlijk toegeven dat je iets verkeerd hebt gezien is soms moeilijk, helemaal voor een beursgenoteerd bedrijf. Toch horen we nu dat het management van Cewe aangeeft dat zij enkele jaren geleden intern enige zorg hadden of de groei van digitale foto's (en fotoboeken) wel zou doorzetten of eerder zou gaan afvlakken. Het was daarom een defensieve stap om zich in te kopen in de branche van online (offset) drukkerijen, door de aankoop van Saxo print in 2012. Die overname, en de grote investeringen in de fabriek in Dresden die hierop volgden, brachten echter niet het gehoopte succes. De initiële switch door klanten om hun drukwerk van bestaande (kleinere) traditionele drukkerijen nu online te gaan bestellen, zette niet met dezelfde kracht door als in de eerste jaren het geval was. Daarbij kwamen er nieuwe concurrenten in de markt, zoals WIRmachenDRUCK (eigenaar: Cimpres) en FlyerAlarm. Partijen stunten regelmatig met prijzen en doorkruisen daarmee de (winst-)plannen van Cewe al enige tijd.

Cewe lijkt nu in te zien dat in een commodity-achtige industrie als online print, het niet in staat is om bovengemiddelde rendementen op kapitaal te behalen. Tegen de verwachting in, is de vraag van klanten ook daar (net als bij de fotoboeken) sterk op het vierde kwartaal gericht.

In verschillende gesprekken die wij met het bedrijf voerden de afgelopen maanden, is ons steeds duidelijker geworden dat er ook intern stemmen opgaan om deze activiteit af te stoten. Private Equity heeft interesse (zij zitten ook achter enkele concurrenten van Cewe in de online offset drukkerijen) en hebben de financiële middelen om een dergelijke overname te betalen. Met een omzet van 102 miljoen Euro in 2018 en een gloednieuw drukmachinepark, denken we dat Cewe een bedrag van ten minste 120 miljoen zou moeten kunnen krijgen voor deze divisie. Geld dat zij voor een deel willen gaan inzetten in de verdere uitbouw van de marktleiderspositie in fotofinishing in Europa (foto boeken en met name hoge-marge foto producten zoals foto's als wanddecoratie, geschenkartikelen, kalenders etc.).

Cewe's marketingbudget bedraagt nu al meer dan 70 miljoen Euro per jaar, maar het management is overtuigd van de aanhoudend positieve correlatie tussen 'awareness' voor foto boeken en omzetgroei voor haar bedrijf. Het heeft nu een dermate dominante marktpositie bereikt, waarbij de hoogte van haar marketingbudget gecombineerd met het marktleiderschap, concurrenten uit de markt drukt waardoor het marktaandeel nog verder stijgt. Ook smaakt de recente overname van het jonge, energieke foto boekenbedrijf Cheers in Frankrijk in 2018, naar meer. Er zijn nog enkele Europese landen waar Cewe haar positie duidelijk wil en kan versterken met gerichte overnames.

Hoewel Cewe's winstgroei waarschijnlijk aan de onderkant van onze 10-15% winstgroei doelstelling zal blijven, biedt de aantrekkelijke waardering, de solide balans en de ruime vrije kasstroom een aantrekkelijke propositie. Daarbij komt dat het management met haar eerlijke en open communicatie bij ons bonuspunten heeft verdiend.

In 1978 bedacht Wolfgang **Grenke**, dat het leasen van IT-kantoorapparatuur voor kleinere bedragen alleen economisch zinvol is, wanneer het leaseproces zoveel mogelijk gestandaardiseerd is en er zo min mogelijk werknemers bij het proces betrokken zijn. Deze gedachte staat nog steeds centraal bij Grenke. Sinds het aantreden van de nieuwe CEO Antje Leminsky in februari 2018, de lang beoogde opvolgster van Wolfgang Grenke, hanteert zij het credo; *Simple, Fast, Personal*. Vooral wanneer Grenke kostenleider is in haar markten en snel genoeg weet te reageren op lease-aanvragen is zij succesvol. De hoogste graad van standaardisering wordt bereikt door het extensieve gebruik van haar eigen risk scoring model. Dit rekenmodel, dat medebepalend is in de toekenning (of afwijzing) van een lease aanvraag, is een essentieel instrument in het reduceren van toekomstige verliezen als gevolg van niet-betalende klanten.

Een belangrijk facet van de groeistrategie van Grenke is het uitbreiden naar andere geografische regio's. In 2018 werden elf nieuwe locaties geopend en voor het eerst worden de leasing producten nu ook aangeboden in de Baltische staten, waardoor Grenke nu actief is in tweeëndertig landen. Om haar klanten in de toekomst zo goed mogelijk te blijven bedienen denkt Grenke veel meer informatie uit haar 40-jarige database te kunnen halen. Hiervoor is het afgelopen jaar een speciale afdeling opgezet die de digitalisering verder moet stuwen. Zo zijn er een honderdtal extra data analisten aangetrokken. Deze investeringen gingen in 2018 niet ten koste van de winstgroei. Nadat Grenke tussentijds haar verwachtingen al wist te verhogen kwam de onderliggende winstgroei uit op 24%.

Kijkend naar de verdeling van het soort producten dat Grenke's klanten binnen het IT-segment kopen, zien wij een risico. In het verleden waren dat met name netwerkkapparatuur, telefooncentrales en kopieerapparaten.

Niet echt het soort producten waar een grote toekomstige vraag naar zal blijven bestaan, gezien de opkomst van Clouddiensten, VoIP en E-mail gebruik. Om dit op te vangen heeft Grenke een aantal jaren geleden haar focus meer verlegd naar het leasen van kleine machines en medische apparatuur. Deze verschuiving is erg succesvol gebleken. Het aandeel in de omzet van IT-producten daalt jaarlijks. Bedroeg het aandeel van deze producten in 2014 nog 85%, inmiddels is dit gedaald naar 67%.

Eén van Grenke's belangrijkste internationale concurrenten was jarenlang GE Capital. Na de kredietcrisis heeft GE zich steeds meer teruggetrokken uit de Europese markt. Zodoende heeft Grenke marktaandeel weten te winnen. Grenke heeft bewezen in Europa in bijna alle landen succesvol te zijn. Ook buiten Europa zijn winstgevendende en groeiende organisaties neergezet in Australië, Canada, Brazilië en Chili. Na een zorgvuldige afweging van de risico's, heeft Grenke nu besloten de sprong te maken naar de VS. Daartoe vindt nu een verdere gedetailleerde verkenning van de markt plaats, zowel wat betreft de marktkansen, maar ook de mogelijkheden om lokaal financiering aan te trekken en de wettelijke regelingen die Grenke's risico's moeten helpen mitigeren. De eerste locatie zal naar verwachting begin 2020 geopend worden.

Deze stap in de nieuwe Amerikaanse markt, gaan we de eerste jaren nog niet terugzien in de cijfers. Historisch gezien, heeft Grenke enkele jaren nodig om haar *risk-scoring model* per land te optimaliseren. Voorlopig verwachten we dat de winstgroei van 15% per jaar zal blijven komen uit de tweeëndertig landen waar Grenke nu al actief is. Echter, de betreding van de Amerikaanse markt geeft lange termijn beleggers in potentie wel een mooie additionele groeimotor voor de toekomst.

Vooruitzichten

Zo snel als de eerste indicaties voor een afzwakkende economie in de laatste maanden van 2018 kwamen, zo snel waren ze blijkbaar dit jaar weer geheel vergeten. Daarmee werd ook de sterke koerscorrectie van Q4 2018 in dit eerste kwartaal vrijwel geheel ongedaan gemaakt. Toch zijn er indicaties dat niet alleen de winstgroei voor de meeste Europese bedrijven in 2018 duidelijk (weer) lager uitvielen dan eerder werd verwacht, maar vooral dat de groei in 2019 op standje 'waakvlam' zal staan. De aanhoudend lage rente en stimuli programma's van de Centrale Banken zijn duidelijk ook daardoor ingegeven.

Dat Juno's bedrijven in staat zijn om hun winst jaarlijks te groeien met 10-15% lijkt niet zo bijzonder in perioden waar nagenoeg alle bedrijven goede groei tonen. Het wordt pas duidelijk hoe bijzonder dat is, als ze het jaar in, jaar uit doen, ongeacht de economische situatie om hen heen. Een groeivertraging in de algehele economie, is daarom voor Juno's bedrijven niet per se slecht. Het maakt dat hun goede prestaties meer opvallen, hetgeen in de meeste gevallen hogere koers-winstverhoudingen met zich meebrengt.

In 2018 steeg de geaggregeerde winst van uw bedrijven met iets meer dan 10%. Niet alles verliep vlekkeloos, maar gelukkig waren er ook bedrijven bij die onze, toch al hoge verwachtingen, konden verslaan. Juist als in 2019 de economische groei wat vertraagt, denken we dat de winstgroei van onze bedrijven meer in het oog springt en dat waarderingen verder kunnen oplopen. Gecombineerd met wederom 10-15% winstgroei, zijn we voor 2019 en zeker ook voor de jaren erna, positief gestemd.

Namens de beheerder van het Juno Selection Fund,



Frans Jurgens



Lennart Smits

Juno Selection Fund: Historisch Rendement

	Juno Selection Fund	EMIX Smaller Europe Index	AEX Index (incl. dividend)	BarCap PanEuro Index
2008 *	- 33%	- 49%	- 47%	+ 1%
2009	+ 70%	+ 63%	+ 42%	+ 8%
2010	+ 12%	+ 17%	+ 9%	+ 4%
2011	+ 3%	- 23%	- 9%	+ 6%
2012	+ 19%	+ 27%	+ 13%	+ 11%
2013	+ 22%	+ 33%	+ 20%	+ 1%
2014	+ 19%	+ 5%	+ 8%	+ 12%
2015	+ 33%	+ 21%	+ 7%	+ 2%
2016	+ 2%	+ 2%	+ 13%	+ 2%
2017	+ 6%	+ 17%	+ 16%	- 1%
2018	- 5%	- 15%	- 8%	0%
1 ^e kwartaal 2019	+ 22%	+ 13%	+ 13%	+ 3%
2019	+ 22%	+ 13%	+ 13%	+ 3%
Sinds start *	+276%	+ 84%	+ 61%	+ 60%
*) fondsbegin: 11 januari 2008				
jaarlijks samengesteld	+12,5%	+5,6%	+ 4,3%	+ 4,3%

Top 5 Aandelenposities

NAAM	LAND
Grenke	Duitsland
SimCorp	Denemarken
Technogym	Italië
cts Eventim	Duitsland
Brembo	Italië

Verslag over het eerste kwartaal 2019.
vormgeving René de Haan, renedehaan.net

Dit rapport is in april 2019 uitgegeven
door Juno Investment Partners,
beheerder van het Juno Selection Fund.

Lange Voorhout 16
2514 EE, Den Haag, Nederland

Telefoon: +31 (0)70 24 00 247
www.juno-invest.com

